

公司研究

聚焦优质 IP，打造强产品力拼搭角色类玩具

——布鲁可（0325.HK）首次覆盖报告

要点

布鲁可为中国最大的拼搭角色类玩具企业。公司从儿童教育领域成功转型切入拼搭角色类玩具赛道，22 年正式推出拼搭角色类玩具（积木人）以及自有 IP “英雄无限”，24 年实现营收 22.41 亿元，同比增长 155.6%，拼搭玩具收入占比达到 98.2%。**公司规模效应不断凸显**，21-24 年公司整体毛利率从 37.4% 提升至 52.6%，同时营销推广费大幅下降，23 年经调整净利润实现扭亏为盈，24 年经调整净利润达 5.85 亿元，对应的经调整净利率为 26.1%。

拼搭角色类玩具是玩具行业增速最快、极具前景的细分市场。全球角色类/拼搭类/拼搭角色类玩具市场规模 GMV19-23 年复合增速分别为 7.7%、11.1%、20.5%。中国角色类/拼搭类/拼搭角色类玩具市场 19-23 年复合增速分别为 11.9%、12.7%、49.6%。**布鲁可龙头地位稳固：**按 GMV 计算，2023 年布鲁可国内市场 GMV 达约 17 亿元，市占率达 30.3%，排名行业第一；在全球市场 GMV 达约 18 亿元，市占率达 6.3%，排名行业第三。

IP+强大的产品力+线下为主的经销网络是布鲁可增长的核心要素。1) **IP 集中度相对较高**，奥特曼收入占比预计下降。公司 IP 矩阵丰富，拥有 2 个自有 IP 和约 50 个授权 IP，授权 IP 中奥特曼目前贡献主要收入，奥特曼 2024 年销售收入同比增加 96.8%达 10.96 亿元，占收入比重同比下降 14.6pct 至 48.9%，收入占比有望持续下降。2) **高质量广泛的产品组合：**数量方面，截至 24 年底公司已实现 682 个 SKU 的多元化产品组合，其中 519 个 SKU 主要面向 6 至 16 岁人群，主流产品价格人民币 9.9 元至 399 元不等，热销大众价格带产品定价为人民币 39 元。**质量方面**，公司严格筛选和管理生产方，与业内领先的第三方代工厂进行品类独家的长期合作，计划投资专注拼搭角色类玩具的自有规模化工厂，公司在合作工厂派驻守人员进行产品生产的监督，保障产品品质。3) **线下经销渠道布局完善**，24 年线下经销商渠道收入占比达 92.1%，公司通过与超过 450 名经销商的合作，已有效覆盖所有一线与二线城市以及超过 80%的三线及以下城市，终端网点深入下沉市场。

盈利预测、估值与评级：中国拼搭玩具行业市场空间广阔，布鲁可已成功转型切入该赛道，凭借优质 IP、强大的产品力、渠道网络优势形成一定的品牌力。公司深度绑定奥特曼、变形金刚等头部 IP，后续新 IP 开发及品类拓展推动增长。我们预计 25-27 年公司实现营业收入 40.29/57.28/70.23 亿元（yoy+79.8%/42.2%/22.6%），实现归母净利润 9.92/14.92/19.28 亿元，实现经调整净利润 10.04/15.08/19.44 亿元。公司作为中国拼搭角色类玩具赛道领先者，随着规模效应利润有望加速释放，首次覆盖，给予“增持”评级。

风险提示：IP 授权无法续约，行业竞争加剧，渠道管理风险，海外市场拓展不及预期，新股股价波动风险。

公司盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入（百万元）	877	2,241	4,029	5,728	7,023
营业收入增长率	169%	156%	80%	42%	23%
归母净利润（百万元）	-206	-401	992	1,492	1,928
归母净利润增长率	NA	NA	NA	50%	29%
经调整净利润（百万元）	73	585	1,004	1,508	1,944
经调整净利润增长率	NA	702%	72%	50%	29%
经调整 EPS（元）	0.29	2.35	4.03	6.05	7.80
经调整 PE	345	43	25	17	13

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测；注：股价时间为 2025-04-17，汇率为 1 港币=0.9270 人民币

增持（首次）

当前价：108.8 港元

作者

分析师：姜浩

执业证书编号：S0930522010001

021-52523680

jianghao@ebscn.com

分析师：付天姿

执业证书编号：S0930517040002

021-52523692

futz@ebscn.com

分析师：杨朋沛

执业证书编号：S0930524070002

021-52523878

yangpengpei@ebscn.com

分析师：梁丹辉

执业证书编号：S0930524070007

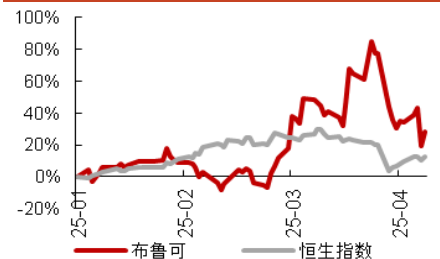
021-52523868

liangdanhui@ebscn.com

市场数据

总股本(亿股)	2.49
总市值(亿港元):	271.19
一年最低/最高(港元):	73.5-157.5
近 3 月换手率:	38.6

股价相对走势



收益表现

%	1M	3M	1Y
相对	0.5	11.2	16.8
绝对	-13.0	20.5	28.0

资料来源：Wind

目 录

1、布鲁可：拼搭角色类玩具赛道领先者	5
1.1 布鲁可持续转型，由积木切入拼搭角色类玩具	5
1.2 公司股权结构集中，管理层经验丰富	5
1.3 基于优质 IP，打造线下为主的经销网络	6
1.4 营收高速增长，规模效应逐步体现	7
2、拼搭角色类玩具赛道高景气，公司有望扩大市场份额	9
2.1 拼搭角色类玩具市场：行业增长空间大，极具前景的细分市场	9
2.2 竞争格局：布鲁可国内排名第一，全球排名第三	11
3、IP 为本，打造高性价比高质量玩具	14
3.1 IP 集中度相对较高，奥特曼收入占比预计下降	14
3.2 产品价格带持续完善，新品类有望推出	16
3.2.1 聚焦拼搭角色类玩具，积木玩具逐步收缩	16
3.2.2 大量的 SKU+完整的价格带构建广泛产品组合	17
3.2.3 盲盒玩法加持，产品品类有望不断扩展	19
3.3 合作与自建工厂扩大生产，研发标准高、专利布局广	19
3.3.1 工厂体系进一步扩大，自建工厂预期将完工	19
3.3.2 专利布局广，注重研发提高产品质量	20
3.4 线下经销渠道覆盖广，终端网点深入下沉市场	21
4、盈利预测	22
5、估值分析	26
6、风险分析	28

图目录

图 1: 布鲁可发展历程	5
图 2: 布鲁可股权结构	6
图 3: 布鲁可产品组合 (拼搭角色玩具和积木玩具)	7
图 4: 布鲁可 2021-2024 年销售收入及增长率	7
图 5: 布鲁可 2021-2024 年经调整净利润及对应利润率	7
图 6: 布鲁可分产品类型收入结构	8
图 7: 布鲁可分渠道收入结构	8
图 8: 布鲁可分产品类型销售收入和毛利率	8
图 9: 2021-2024 布鲁可各项费用和费用率	9
图 10: 全球玩具市场规模 GMV 按形态划分, 2019 年至 2028 年 (预计) (亿元)	10
图 11: 中国玩具市场规模 GMV 按形态划分, 2019 年至 2028 年 (预计) (亿元)	10
图 12: 全球拼搭类和非拼搭类玩具市场规模, 2019 年至 2028 年 (预计) (亿元)	11
图 13: 中国拼搭类和非拼搭类玩具市场规模, 2019 年至 2028 年 (预计) (亿元)	11
图 14: 全球拼搭角色类玩具市场规模 GMV 及渗透率, 2019 年至 2028 年 (预计) (亿元)	11
图 15: 2023 年中国拼搭角色类玩具市场参与者市占率	12
图 16: 2023 年全球拼搭角色类玩具市场参与者市占率	12
图 17: 布鲁可部分 IP	14
图 18: 布鲁可产品分品类销量 (万件) 和平均售价 (元)	16
图 19: 布鲁可产品组合	17
图 20: 布鲁可相关合作工厂	20
图 21: 合作工厂生产流程图	20
图 22: 不同城市的经销商数量 (个)	21
图 23: 不同渠道的销售额和占比 (百万元)	22

表目录

表 1: 布鲁可核心管理团队简介	6
表 2: 国内外主要拼搭类玩具主要企业对比	13
表 3: 布鲁可部分 IP 信息	14
表 4: 2021-2024H1 布鲁可分 IP 销售收入及毛利润 (百万元)	16
表 5: 布鲁可产品线和 SKU	17
表 6: 布鲁可主要 IP 信息	18
表 7: 奥特曼群星版 11 弹上市时间及首季度销量 (万件)	18
表 8: 公司盲盒形式 SKU 销售数据	19
表 9: 布鲁可收入利润预测	24
表 10: 布鲁可相对估值分析	27
表 11: 布鲁可盈利预测与估值简表	27

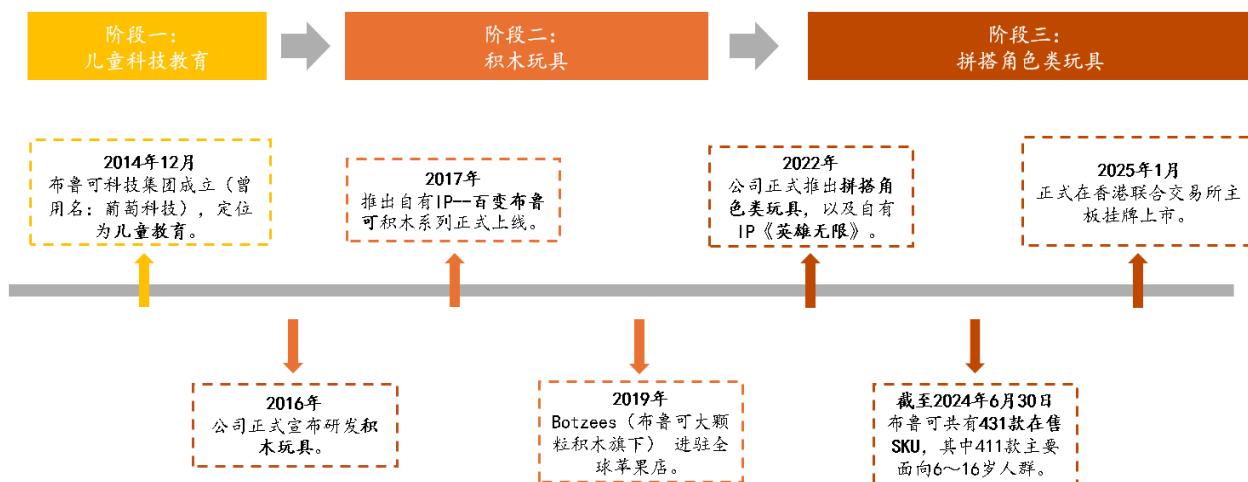
1、布鲁可：拼搭角色类玩具赛道领先者

1.1 布鲁可持续转型，由积木切入拼搭角色类玩具

布鲁可：中国最大的拼搭角色类玩具企业。布鲁可集团有限公司（以下简称“公司”或“布鲁可”）于 2014 年在上海创立，目前专注于拼搭角色类玩具的设计、开发及销售。公司建立了丰富的 IP 矩阵，包括两个自有 IP 系列“百变布鲁可”和“英雄无限”，以及约 50 个知名授权 IP，如奥特曼、变形金刚等。公司拥有 500 多个专利以及广泛的产品组合，主流产品覆盖 6-16 岁的全球消费人群。优质 IP、强大的产品力和渠道关系推动公司拼搭角色类玩具业务快速增长，根据弗若斯特沙利文数据，公司 2023 年实现商品销售 GMV 约 18 亿元，同比增长超过 170%，市占率排名中国拼搭角色类玩具企业第一名。

布鲁可发展历程：1) 2014 年-2016 年：儿童教育玩具。布鲁可成立于 2014 年 12 月（曾用名葡萄科技），创始人朱伟松曾为游族网络的联合创始人之一，公司前期专注于儿童教育领域。2) 2016-2022 年：积木玩具。公司 2016 年开始研发积木玩具，2017 年推出自有 IP “百变布鲁可”，并在此基础上推出积木玩具。3) 2022 年至今：拼搭角色类玩具。2019 年公司开始研发拼搭角色玩具，并于 2022 年正式推出拼搭角色类玩具（积木人）以及自有 IP “英雄无限”。公司与上海新创华文化发展、Hasbro 等版权方、授权方合作，不断丰富 IP 版图，打造基于优质 IP 的丰富产品线。

图 1：布鲁可发展历程

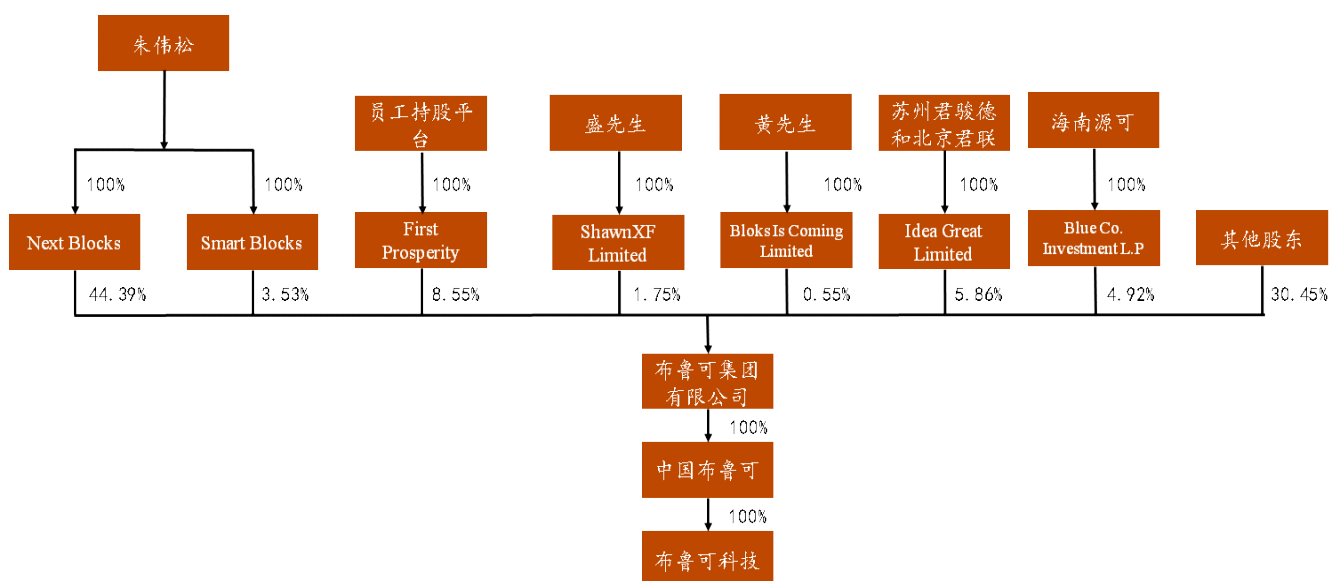


资料来源：公司招股说明书，界面新闻等，光大证券研究所

1.2 公司股权结构集中，管理层经验丰富

截至 2025 年 2 月 11 日，朱伟松作为公司创始人和董事长为公司第一大股东及实际控制人，通过 Next Bloks、Smart Bloks 合计持股 47.92%；公司总裁盛晓峰持股 1.75%，副总裁黄政通过 Bloks Is Coming Limited 持股 0.55%；公司的相关股权激励平台 Frist Prosperity 持股 8.55%。公司管理层核心成员均具备 10 年以上的相关行业从业履历，经验较为丰富：公司创始人朱伟松曾主要负责游族网络的研发管理工作，在互联网游戏领域有丰富的从业经验；总裁盛晓峰曾任职于英特尔旗下公司并负责产品设计研发工作，在产品设计与创新等方面具有丰富的经验。

图 2：布鲁可股权结构



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所；注：时间截至 2025 年 2 月 11 日

表 1：布鲁可核心管理团队简介

姓名	职位	加入时间	职责	背景简介
朱伟松	董事长、执行董事兼首席执行官	2014.12.24	负责集团整体战略、业务发展和经营管理	于 2023 年 6 月获得中国上海交通大学上海高级金融学院—美国亚利桑那州立大学工商管理博士学位，于 2019 年 9 月获得中国长江商学院工商管理硕士学位，并于 2013 年 1 月通过线上教育毕业于中国上海交通大学工商管理专业。曾主要负责游族网络的研发管理工作，在互联网游戏领域有丰富的从业经验。
盛晓峰	执行董事兼总裁	2015.06.1	负责集团玩具业务的经营管理及海外市场	于 2009 年 3 月取得中国上海交通大学工业设计工程硕士学位，并于 2001 年 7 月获得中国同济大学工业设计学士学位。曾任职于英特尔旗下公司并负责产品设计研发工作，在产品设计与创新等方面具有丰富的经验。
谢磊	副总裁	2015.07.01	负责产品研发和设计	在产品设计领域拥有超过 20 年经验。于 2011 年 3 月至 2015 年 6 月，在硬件产品领域进行连续创业。于 2005 年 10 月至 2008 年 12 月于千方工业设计有限公司担任设计总监并自 2003 年 2 月至 2005 年 1 月于伊莱克斯电器有限公司担任设计主管。1999 年 6 月获得中国上海交通大学工业设计学士学位。
黄政	副总裁	2016.12.01	负责集团人力资源管理及行政工作	拥有超过 20 年的人力资源管理及行政工作经验。于 2012 年 6 月至 2016 年 12 月任职于东方明珠新媒体股份有限公司曾担任行政总经理，并任职过上海广播电视台及下属公司担任少儿频道人力资源部主任及办公室主任。于 2013 年 3 月获得中国上海交通大学新闻与传播学硕士学位。
付轶方	首席财务官	2023.12.21	负责集团的会计和财务管理工作	在会计及财务管理方面拥有丰富经验。于 2020 年 11 月至 2023 年 1 月担任瑞幸咖啡有限公司和瑞幸咖啡科技有限公司财务副总裁。于 2018 年 1 月至 2020 年 10 月担任上海哔哩哔哩科技有限公司高级财务总监。曾任两家均为优酷土豆集团附属公司高级财务总监。于 2001 年 12 月获得美国肯特州立大学会计学硕士学位，并于 1998 年 7 月获得中国四川大学文学学士学位。
朱元成	副总裁兼董事会秘书	2020.12.17	负责集团董事会事务、投资者关系及法律事务等工作	在公司法律事务和企业投融资领域具有丰富经验。于 2019 年至 2020 年担任四川信托有限公司业务部门总经理。于 2016 年 5 月至 2019 年 3 月中电投先融资产管理有限公司金融合作部负责人，并于 2014 年 8 月至 2016 年 4 月担任中泰信托有限责任公司高级信托经理。于 2010 年 6 月获得中国复旦大学法律硕士学位，于 2007 年 7 月获得中国矿业大学法学学士学位。

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.3 基于优质 IP，打造线下为主的经销网络

IP+强大的产品力+线下为主的经销网络是布鲁可收入增长的核心要素。1) IP：公司布局了丰富的 IP 矩阵，包括自有 IP 和授权 IP，自有 IP 包括“百变布鲁可”和“英雄无限”，授权 IP 包括奥特曼、变形金刚、宝可梦等。公司 2021 年自上海新华文化发展获取奥特曼 IP 授权，此后陆续引进变形金刚、圣斗士星矢、宝可梦、新世纪福音战士等知名 IP，不断丰富 IP 版图。2) 产品力：公司通过高度标准化的工业体系进行产品设计、研发和生产，打造优质低价的产品；产品覆盖 9.9-399 元全价格带，满足全年龄段、全性别消费者需求；公司具有强

大的产品上新能力，2023 年至 2024 年 6 月，每季度推出 30-90 款 SKU，2023 年共推出 197 款 SKU。3) **渠道**：公司基于内容驱动的营销方式构建了线下为主、线上线下相结合的多渠道销售网络，与超过 450 名经销商达成合作。

图 3: 布鲁可产品组合 (拼搭角色玩具和积木玩具)



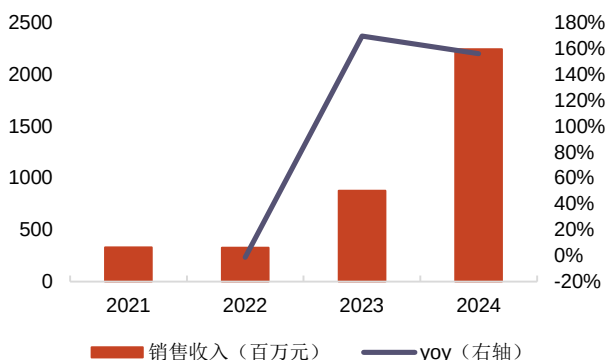
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

1.4 营收高速增长，规模效应逐步体现

转型拼搭角色类玩具收获成功，公司收入呈现强劲的增长态势。2023 年实现营业收入 8.77 亿元，同比增长 169.3%；2024 年实现营业收入 22.41 亿元，同比增长 155.6%，收入延续高增长态势，核心驱动因素在于拼搭角色玩具贡献收入的显著增加。公司自 2022 年 1 月推出拼搭角色玩具，拼搭玩具的收入由 2022 年的 1.18 亿元同比增加 553.5%至 2023 年的 7.69 亿元，收入占比由 36.1%提升至 87.7%，2024 年收入同比增长 186.2%至 22.01 亿元，收入占比进一步提升至 98.2%。销售渠道方面，公司聚焦线下销售网络的扩张，2021-2024 年公司线下渠道的销售收入占比从 45.7%大幅提升至 92.1%。

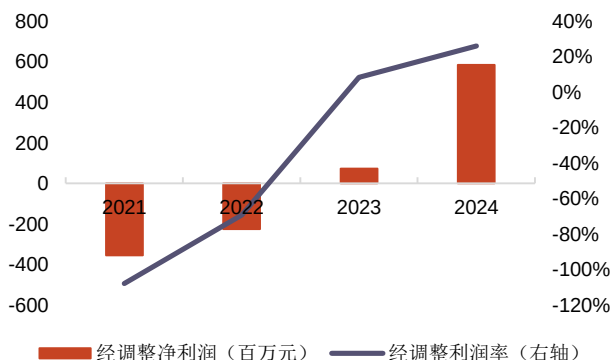
2023 年公司实现扭亏为盈，2024 年盈利能力大幅增强。随着销售收入的高速增长，拼搭角色玩具收入占比不断提高，规模效应带动毛利率提升，同时营销和推广费下降使得利润加速释放，经调整净利润于 2023 年实现扭亏为盈达 7288 万元。24 年公司经调整净利润达 5.85 亿元，对应经调整净利润率为 26.1%。

图 4：布鲁可 2021-2024 年销售收入及增长率



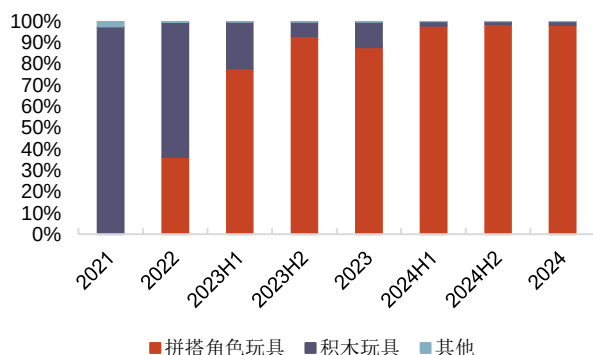
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 5：布鲁可 2021-2024 年经调整净利润及对应利润率



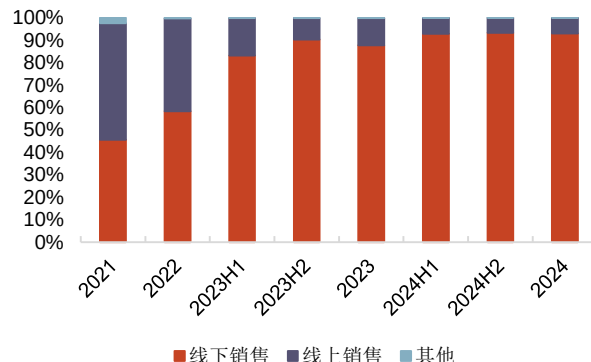
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 6：布鲁可分产品类型收入结构



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

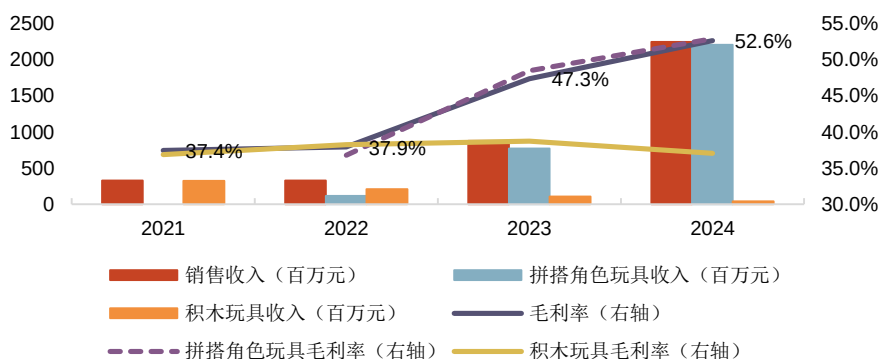
图 7：布鲁可分渠道收入结构



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

拼搭角色类玩具业务快速增长，规模效应不断凸显，推动整体毛利率提升。 2021-2024 年公司整体毛利率从 37.4%大幅提升至 52.6%，其中，拼搭角色类玩具毛利率自 2022 年的 36.8%提升至 2024 年的 52.9%，积木玩具毛利率维持在 38.0%水平附近上下波动，公司整体毛利率与拼搭角色类玩具的毛利率水平较为一致。毛利率提升主要系开模成本固定，生产规模扩大带动生产效率提升，单位成本不断降低。

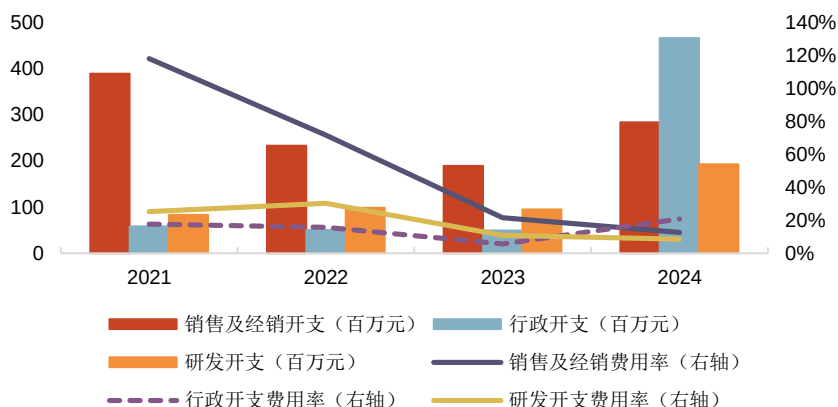
图 8：布鲁可分产品类型销售收入和毛利率



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

公司各项费用率逐年下降。 1) 内容驱动的营销方式带来的营销推广费下降，2024 年公司销售费用为 2.83 亿元，相比 2021 年的 3.89 亿元下降明显，2021-2024 公司的销售及经销费用率从 117.9%下降至 12.6%。拼搭角色玩具不同于普通积木玩具，其 IP 本身具有内容属性和易传播性，更适用于内容驱动的营销方式，公司品牌宣传广告大幅减少。2) 2021-2023 年收入提升带来的规模效应使行政开支费率自 17.7%下降至 5.6%，2024 年行政开支费率为 20.8%，同比增长 15.2pct，主要系股权激励计划致使当期以股权为基础的薪酬增加 3.59 亿元所致。3) 2024 年公司研发开支为 1.93 亿元，同比增长 103.37%，系公司保持对研发的重视，研发投入有所加大所致，但由于公司收入大幅提升使得研发费率仍维持下降趋势。

图 9：2021-2024 布鲁可各项费用和费用率



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

2、拼搭角色类玩具赛道高景气，公司有望扩大市场份额

2.1 拼搭角色类玩具市场：行业增长空间大，极具前景的细分市场

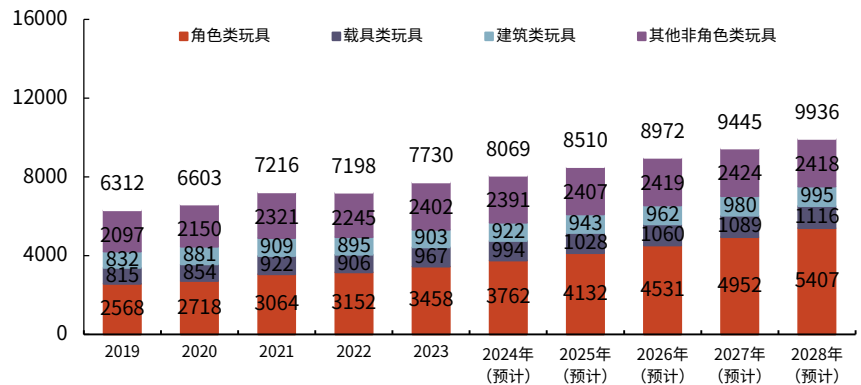
玩具市场规模：全球玩具市场规模巨大，并且预计未来将呈现稳定的增长趋势。以 GMV 计，全球玩具市场的规模从 2019 年的 6312 亿元增长至 2023 年的 7731 亿元，年复合增长率达到 5.2%。中国是全球玩具最大的生产国家和消费规模最大的国家之一，未来呈现出加速增长的趋势，根据弗若斯特沙利文预测，中国玩具市场规模将由 2023 年的 1049 亿元增长至 2028 年的 1655 亿元，接近全球玩具市场六分之一的规模，年复合增长率达到 9.5%。

角色类玩具：角色类玩具是按形态划分规模最大的玩具细分市场。

1) **全球来看**，全球角色类玩具市场规模从 2019 年 2568 亿元增长至 2023 年 3458 亿元，占全球玩具市场的 44.7%。借助 IP 角色的丰富，角色类玩具市场规模未来将实现更快速地增长，预计 2023-2028E 全球角色类玩具市场年均复合增长率将达到 9.3%，2028 年市场规模将达到 5407 亿元，预计将占全球玩具市场的 54.4%。

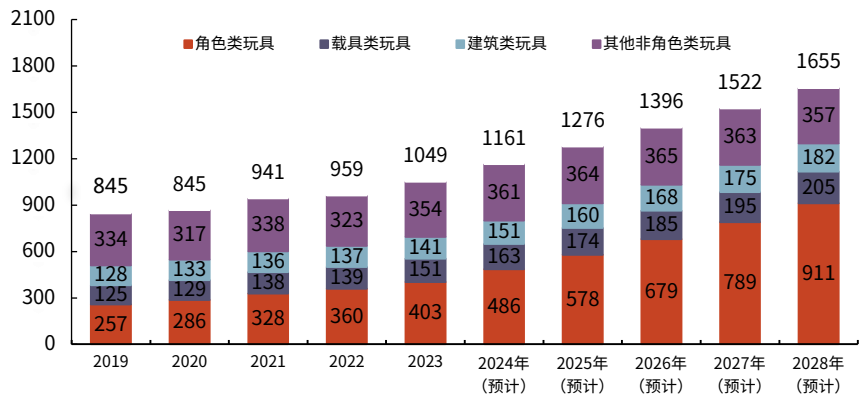
2) **国内来看**，中国角色类玩具市场规模从 2019 年 257 亿元增长至 2023 年的 403 亿元，占中国玩具市场的 38.4%；预计 2023-2028E 中国角色类玩具市场年均复合增长率为 17.7%，2028 年的市场规模将达到 911 亿元，预计将占中国玩具市场的 55.0%。

图 10：全球玩具市场规模 GMV 按形态划分，2019 年至 2028 年（预计）（亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所，弗若斯特沙利文预测

图 11：中国玩具市场规模 GMV 按形态划分，2019 年至 2028 年（预计）（亿元）

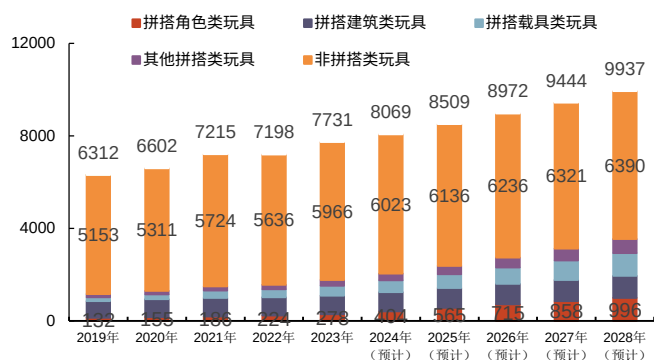


资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所，弗若斯特沙利文预测

拼搭类玩具：

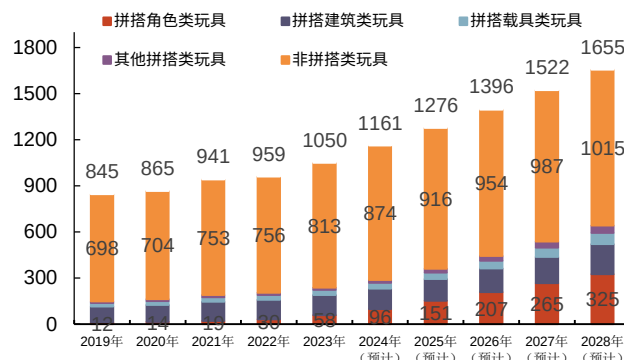
- 1) **全球来看**，全球拼搭类玩具市场规模从 2019 年 1159 亿元增长至 2023 年 1765 亿元，占全球玩具市场的 22.8%。预计 2023-2028E 全球拼搭类玩具市场年均复合增长率将达到 15.0%，2028 年市场规模将达到 3546 亿元，预计将占全球玩具市场的 35.7%。
- 2) **国内来看**，中国拼搭类玩具市场规模从 2019 年 147 亿元增长至 2023 年 237 亿元，占中国玩具市场的 22.6%。预计 2023-2028E 中国拼搭类玩具市场年均复合增长率将达到 22.1%，2028 年市场规模将达到 640 亿元，预计将占中国玩具市场的 38.7%。其中拼搭角色类玩具市场预计将引领发展，预计 2023-2028E 年均复合增长率将达到 41.3%，2028 年市场规模将达到 325 亿元，预计将占拼搭类玩具市场的 50.8%。

图 12：全球拼搭类和非拼搭类玩具市场规模，2019 年至 2028 年（预计）（亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所，弗若斯特沙利文预测

图 13：中国拼搭类和非拼搭类玩具市场规模，2019 年至 2028 年（预计）（亿元）



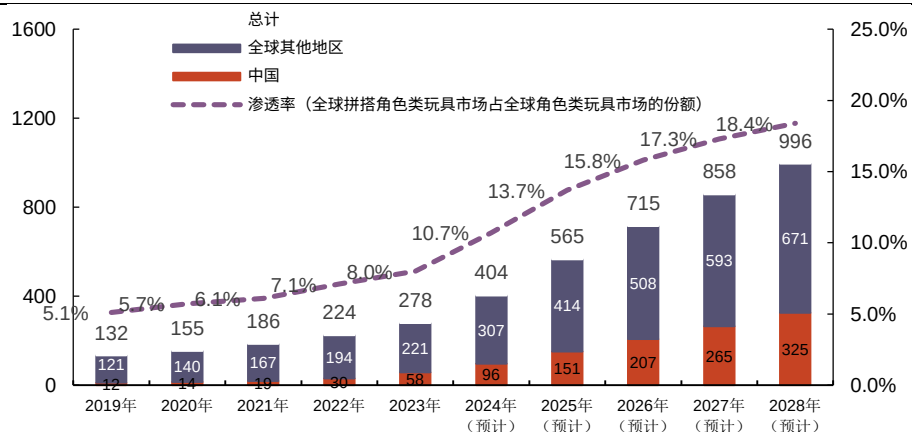
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所，弗若斯特沙利文预测

拼搭角色类玩具：是全球玩具行业预期增速最快、极具前景的细分市场。

1) 全球来看，全球拼搭角色类玩具市场规模从 2019 年的 132 亿元增长至 2023 年的 278 亿元，年均复合增长率达到 20.5%，在全球角色类玩具市场的渗透率为 8.0%。预计 2023-2028E 全球拼搭角色类玩具年均复合增长率将达到 29.0%，2028 年市场规模将达到 996 亿元，在全球角色类玩具市场渗透率达到 18.4%。

2) 国内来看，中国拼搭角色类玩具市场规模从 2019 年的 12 亿元增长至 2023 年的 58 亿元，年均复合增长率为 49.6%。预计 2023-2028E 中国拼搭角色类玩具市场年均复合增长率将达到 41.3%，2028 年市场规模将达到 325 亿元，中国拼搭角色类玩具细分市场占中国角色类玩具市场的百分比预期将从 2023 年的 14.3%增至 2028 年的 35.6%。

图 14：全球拼搭角色类玩具市场规模 GMV 及渗透率，2019 年至 2028 年（预计）（亿元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所，弗若斯特沙利文预测

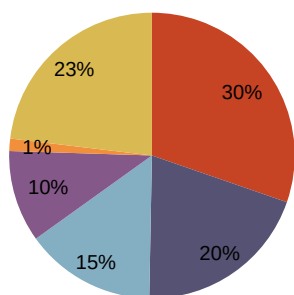
2.2 竞争格局：布鲁可国内排名第一，全球排名第三

根据弗若斯特沙利文报告，2023 年中国拼搭角色类玩具市场前五大参与者 GMV 市占率达 76.9%，行业集中度较高。布鲁可国内龙头地位稳固：按 GMV

计算，2023 年布鲁可 GMV 达约 17 亿元，市占率达 30.3%，排名行业第一，排名第二的万代 GMV 达约 12 亿元，市占率达 20.0%。**在全球拼搭角色类玩具市场中，布鲁可具备一定发展潜力：**按 GMV 计算，2023 年布鲁可可在全球市场 GMV 达约 18 亿元，市占率达 6.3%，排名行业第三，公司在海外市场仍有一定的拓展空间，具有发展潜力。

图 15：2023 年中国拼搭角色类玩具市场参与者市占率

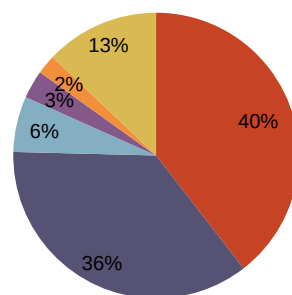
■ 布鲁可 ■ A ■ B ■ D ■ E ■ 其他



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

图 16：2023 年全球拼搭角色类玩具市场参与者市占率

■ A ■ B ■ 布鲁可 ■ C ■ D ■ 其他



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

国内拼搭类玩具市场除了布鲁可，还有乐高/万代/奇妙 keeppley/小鲁班/美泰/森宝/拼奇积木/灵动等品牌。

1) **从 IP 来看**，不同品牌均具有多个 IP，热门 IP 为奥特曼、宝可梦、王者荣耀、假面骑士，在拼搭人物类玩具中，布鲁可掌握的 IP 最多、角色最丰富。乐高/奇妙 keeppley/拼奇积木更侧重于还原 IP 场景，万代/美泰侧重于角色模型的还原。大部分公司为合作授权 IP，而布鲁可/乐高/小鲁班拥有原创 IP。

例如奥特曼 IP，不同企业的产品设计和路线具有不同。布鲁可的奥特曼系列为通过拼搭还原角色，角色人物众多，同一角色拥有不同版本的设计，并结合盲盒进行发行。奇妙 keeppley 的奥特曼系列产品在角色人物设计之外，还对原 IP 中的载具进行了设计，具有更多选择。灵动创想的奥特曼系列包含正常角色还原产品以及 Q 版角色、口袋玩具、载具玩具，偏向低价格多样式的玩具体系。

2) **从产品线来看**，布鲁可产品设计稳定性、可玩性更强，还结合盲盒形式创新产品线。乐高/奇妙 keeppley/拼奇积木/森宝积木颗粒块状程度高、产品多为场景模型，观赏性更强，可玩性较为有限。万代采用零件拼搭人物模型的方式，可动性差，观赏性高。美泰则以模型产品为主，拼搭性弱。

3) **从价格带来看**，各公司定价的范围区间大，乐高的产品价格上限最高，其次为万代，手办类产品使得价格上限达到千元级别，而布鲁可热销产品价格多为 39 元。

4) **从系列来看**，布鲁可推出的系列多且产品更新速度快，具有产品上新的优势，产品组合多样，同 IP 下布鲁可系列更多，IP 生命周期更长。万代/奇妙 keeppley 产品更新速度快，但对于系列不够明确；拼奇积木系列相对更明确但更新速度慢。

5) **从销售渠道来看**，多数公司在国内都有线上和线下的布局，国内本土品牌中，布鲁可/奇妙 keeppley/小鲁班均有海外布局，其中布鲁可 24 年海外收入增长至 64.2 百万元，同比增长 518.2%，占总营收比重 2.9%。乐高/万代在线下设立特色零售店，奇妙 keeppley/小鲁班/美泰/森宝/拼奇积木则是通过经销商的

方式进行线下渠道的售卖。与其他公司相比，布鲁可线下优势明显，合作经销商众多，覆盖国内一线、二线、三线及以下城市，网点数量优势明显。

表 2：国内外主要拼搭类玩具主要企业对比

品牌	IP	产品	价格带	系列	渠道
布鲁可	百变布鲁可、英雄无限、奥特曼、变形金刚、假面骑士、宝可梦、新世纪福音战士、初音未来、漫威、DC、圣斗士星矢、哈威、利波特、名侦探柯南、三丽鸥、王者荣耀、火影忍者等，一共约 50 个	以人体结构为灵感设计“关节”，还原 IP 零件，可动性强，玩法多样持续性强，为 IP 人形积木拼搭。	9.9 元-399 元多价位分布，热销产品价格多为 39 元	更新速度快，平均上新周期为 6-7 个月，截至 2024 年 12 月 31 日，奥特曼系列共发布 61 弹，创新盲盒形式外观形式多样。	线上：小程序、三方电商平台 线下：线上占比较小，24 年底，线下已合作 511 名经销商，覆盖超过 15 万个线下网点
乐高	幻影忍者、乐高好朋友、星球大战、哈利·波特、漫威、DC、侏罗纪公园、冰雪奇缘、我的世界、堡垒之夜等	积木颗粒块状程度高，具有外观专利，可玩性有限，玩法单一，多为观赏性、还原性摆件。	89 元-6964 元多价位分布，89 元+居多，价格上限远远高于其他产品	更新速度快	线上：自有平台“Lego Life”+小程序、三方电商平台 线下：2024 年底，有 170+家零售店（中国区）
万代	高达、假面骑士、奥特曼、宝可梦、新世纪福音战士等	由板件进行拼装，可玩性有限，可动性差，拼装后为观赏性模型手办。	12 元-2899 元多价位分布，47 元+居多，价格范围带覆盖有限	更新速度快	线上：小程序、三方电商平台 线下：2024 年底已铺设 6 家高达基地
奇妙 keeppley	奥特曼、宝可梦、三丽鸥、王者荣耀、银河封神纪、火影忍者、QQ 飞车等	积木颗粒块状程度高，涵盖可动拼装模型与展示性模型，可动幅度有限，	12.9 元-999 元多价位分布，39 元+居多相对更加平价	分为潮玩系列和国玩系列，更新速度较快	线上：小程序、三方电商平台 线下：与渠道商合作
小鲁班	原子风暴、仙阁圣筑、天才小鲁班、环太平洋 2、哥斯拉、铁血战士、异形、机动都市阿尔法、山海经机甲、齐天大圣	积木颗粒块状程度高，产品分类明确，可玩性有限	11.9 元-388 元，39 元+居多，更为平价亲民	根据受众人群分为五个系列进行定制化设计，产品更新速度慢	线上：三方电商平台 线下：与渠道商合作
美泰	芭比、风轮、费雪、美国女孩、托马斯和朋友们、UNO、宇宙大师、火柴盒、怪兽高中、MEGA 和波莉口袋等	可活动模型和还原 IP 产品为主	24.9 元-1999 元，产品类型丰富，定价不同	产品更新速度慢	线上：自建美泰官网、三方电商平台 线下：在海外开设有线下零售门店（包括与渠道商合作）
森宝	流浪地球、故宫文化、海绵宝宝等 航空军事类：航母山东舰、神州五号载人飞船、中联重科等	积木颗粒块状程度高、但可动性弱，观赏模型为主	10 元-909 元，29 元+居多 价格区间跨度大	产品更新速度快	线上：小程序、三方电商平台 线下：2024 年底已与 10 余家渠道商合作
拼奇积木	灵笼、铁臂阿童木、武林外传、仙剑奇侠传、圣斗士星矢、大力水手、小王子、合金弹头	积木颗粒块状程度高，还原 IP 设计，收藏为主	49 元-1200 元，69 元+居多	产品更新速度快，系列支线产品多	线上：自建官网、三方电商平台 线下：2024 年底已与 29 余家渠道商合作开展线下网点
灵动创想	团团奇米莫、奥特曼、帮帮龙、魔幻陀螺 2、3、4、漫威、字乐星、百变科小比、西游蛋、百兽总动员、跳跃战士、糖果甜心、美发娃娃、奇积乐园、超甲虫战记、迪士尼、名侦探柯南、熊出没等	积木颗粒块状程度较低，拼搭零件大，组装程度高	15 元-299 元,19.9 元+居多	产品更新速度快，品类多	线上：小程序、三方电商平台 线下：超 35000 家的销售网点

资料来源：公司官网、公司报告，公司招股说明书，乐高官网，万代官网，奇妙 keeppley 官，小鲁班官网，美泰官网，森宝官网，拼奇官网，启蒙官网，灵动创想官网，第三方电商平台，光大证券研究所整理；注：考虑数据可得性，除特殊说明外，时间均截至 2024-12-31，美泰数据为 2023 年底

3、IP 为本，打造高性价比高质量玩具

3.1 IP 集中度相对较高，奥特曼收入占比预计下降

公司 IP 矩阵丰富，拥有 2 个自有 IP 和约 50 个授权 IP。公司目前已从 IP 版权方/授权方获得约 50 个知名 IP 包括奥特曼、变形金刚、火影忍者、漫威、小黄人、宝可梦、假面骑士、名侦探柯南、初音未来等的非独家授权，其中奥特曼中国区授权日期自 2021 年以来已三次成功延长，目前延续至 2027 年，变形金刚全球授权至 2028 年。

图 17：布鲁可部分 IP



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

表 3：布鲁可部分 IP 信息

序号	IP 名称		授权协议的对手方	授权区域	授权到期年份
1	奥特曼		IP 授权方	中国	2027 年
				北美洲、欧洲及在亚洲的部分地区	2025 年
2	变形金刚		IP 版权方	全球超过 50 个国家	2028 年
3	火影忍者		IP 授权方	中国	2025 年
4	漫威	无限传奇	IP 版权方	在亚洲的九个国家	2025 年
5		小蜘蛛和他的神奇小伙伴们	IP 版权方	在亚洲的九个国家	2025 年
6	小黄人		IP 版权方	全球超过 150 个国家	2027 年
7	宝可梦		IP 授权方及 IP 版权方	中国	2025 年
8	三丽鸥	凯蒂猫	IP 授权方	中国	2027 年
9		美乐蒂	IP 授权方	中国	2027 年
10		大耳狗	IP 授权方	中国	2027 年
11		喜拿	IP 授权方	中国	2027 年
12		布丁狗	IP 授权方	中国	2027 年
13		库洛米	IP 授权方	中国	2027 年
14		帕恰狗	IP 授权方	中国	2027 年
15		半鱼人	IP 授权方	中国	2027 年
16		小香姆	IP 授权方	中国	2027 年
17	芝麻街		IP 版权方	亚洲、大洋洲、北美洲及欧洲的 40 个国家	2026 年

18	莱罗丽		IP 版权方	除美国、墨西哥及加拿大以外的全球地区	2026 年
19	三体		IP 版权方	中国	2027 年
20	斗罗大陆		IP 版权方	中国	2026 年
21	圣斗士星矢		IP 授权方	中国	2026 年
22	初音未来		IP 授权方	中国	2026 年
23	名侦探柯南		IP 授权方	中国	2026 年
24	假面骑士		IP 授权方	中国	2025 年
25	新世纪福音战士		IP 授权方	中国	2026 年
26	新·假面骑士		IP 授权方	中国	2025 年
27	王者荣耀		IP 版权方	中国	2026 年
28	超级战队		IP 授权方	中国	2025 年
29	机动奥特曼		IP 授权方	中国	2026 年
30	哈利·波特		IP 版权方	中国	2027 年
31	DC	超人	IP 版权方	中国	2027 年
32		蝙蝠侠	IP 版权方	中国	2027 年
33		正义联盟	IP 版权方	中国	2027 年
34		海王	IP 版权方	中国	2027 年
35		闪电侠	IP 版权方	中国	2027 年
36		神奇女侠	IP 版权方	中国	2027 年
37	星球大战		IP 版权方	中国	2028 年

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

授权 IP 中：奥特曼 IP 目前贡献主要收入，预计变形金刚及其他 IP 收入占比有望提升。1) **奥特曼**：公司的所有奥特曼 IP 收入均来自上海新创华文化发展授权的有关 IP 下的产品销售，2024H1 奥特曼销售收入同比增加 194.6%达 6.01 亿元，占总收入比重同比下降 8.4pct 达 57.4%，24 年全年收入占比进一步下降至 48.9%。2) **变形金刚**：公司 2023 年 6 月推出变形金刚群星版，所有变形金刚 IP 收入均来自 Hasbro 授权的有关 IP 下的产品销售，2023 年-2024H1 变形金刚销售收入占比稳中有升，分别为 14.3%、18.7%，24 年全年提升至 20.2%。3) **其他 IP**：公司 2024 年 11 月推出圣斗士星矢群星版、超越版，12 月推出宝可梦经典版，2024H1 其他授权 IP 收入占比达 5.2%，预计后续其他授权 IP 收入占比将有所提升。

自有 IP 中：英雄无限 IP 收入占比预计进一步提升。公司的自有 IP 有 2 个，分别为“百变布鲁可”和“英雄无限”，其中“英雄无限”IP 专注于拼搭角色类玩具的开发，该 IP 于 2022 年推出，IP 基于中国经典文学中的标志性故事角色和历史角色制作，2024H1 该 IP 销售收入为 1.70 亿元，同比增长 817.7%，销售收入占比达 16.2%，24 年全年销售收入占比达 13.8%。

为避免依赖单一 IP，降低 IP 授权到期相关风险，公司持续扩大与版权方/授权方的合作。自 2021 年以来，公司 IP 矩阵不断丰富，IP 数量从 9 个增加至目前的约 50 个。2024 年 7 月以来，公司陆续就超级战队、机动奥特曼、DC 超人、DC 蝙蝠侠、哈利·波特及星球大战达成新授权协议。公司将通过扩大与知名 IP 版权方的合作及加强自有 IP 开发，持续加深 IP 积累，截至 24 年 12 月公司正就超过 25 个知名 IP 进行 IP 授权安排的磋商。

2024H1 公司各大 IP 产品的毛利率分别为奥特曼 50.4%，变形金刚 56.6%，英雄无限 62.0%，其中奥特曼产品毛利率相对较低。随着公司 IP 矩阵的不断丰富，非奥特曼 IP 产品比重的提升，公司整体毛利率有望进一步提升。

表 4：2021-2024H1 布鲁可分 IP 销售收入及毛利润（百万元）

百万元人民币		2021	2022	2023H1	2023H2	2023	2024H1
公司整体	销售收入	329.8	325.6	309.9	566.7	876.7	1046.2
	毛利润	123.4	123.4	136.2	278.7	414.9	553.7
	毛利率	37.4%	37.9%	43.9%	49.2%	47.3%	52.9%
奥特曼	销售收入	-	111.5	203.9	352.8	556.7	600.7
	占比	-	34.2%	65.8%	62.3%	63.5%	57.4%
	毛利润	-	41.8	90.4	171.7	262.1	302.7
	毛利率	-	37.5%	44.3%	48.7%	47.1%	50.4%
变形金刚	销售收入	-	-	4.6	120.4	125.0	195.4
	占比	-	-	1.5%	21.2%	14.3%	18.7%
	毛利润	-	-	2.3	65.6	67.9	110.7
	毛利率	-	-	50.7%	54.5%	54.4%	56.6%
英雄无限	销售收入	-	1.9	18.5	45.7	64.2	169.7
	占比	-	0.6%	6.0%	8.1%	7.3%	16.2%
	毛利润	-	0.8	9.0	26.8	35.7	105.3
	毛利率	-	41.2%	48.6%	58.5%	55.7%	62.0%
百变布鲁可	销售收入	142.2	83.3	35.0	16.2	51.2	9.6
	占比	43.1%	25.6%	11.3%	2.9%	5.8%	0.9%
	毛利润	59.1	37.7	16.6	7.1	23.7	4.3
	毛利率	41.6%	45.2%	47.3%	44.1%	46.3%	45.2%
其他	销售收入	187.5	128.9	48.0	31.6	79.6	70.8
	占比	56.9%	39.6%	15.5%	5.6%	9.1%	6.8%
	毛利润	64.3	43.2	18.0	7.5	25.4	30.8
	毛利率	52.1%	35.0%	13.2%	2.7%	6.1%	5.6%

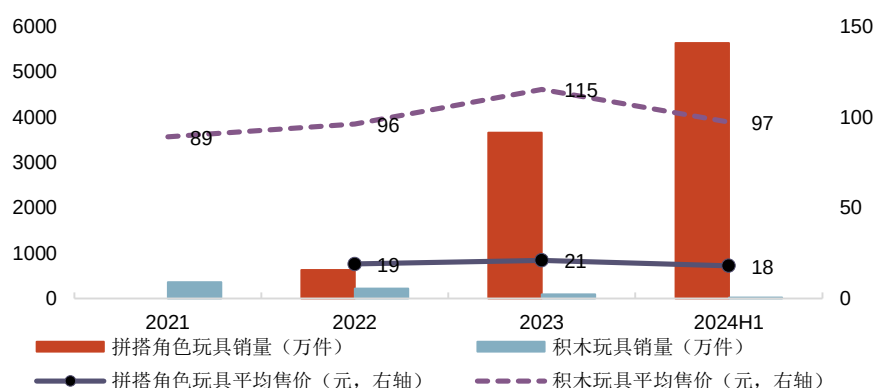
资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所；注：公司 24 年业绩公告仅披露奥特曼、变形金刚、英雄无限收入，尚未披露不同 IP 系列的毛利润数据

3.2 产品价格带持续完善，新品类有望推出

3.2.1 聚焦拼搭角色类玩具，积木玩具逐步收缩

公司产品聚焦于拼搭角色类玩具，积木玩具占比逐渐降低。2024H1 公司拼搭类角色玩具收入占比达 97.8%，24 年收入占比提升至 98.2%。

图 18：布鲁可产品分品类销量（万件）和平均售价（元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所；注：公司 24 年业绩公告尚未披露销量和平均售价情况

拼搭角色类玩具平均售价（公司向直接客户销售产品的平均价格）在 20 元左右，相较于平均售价在 100 元左右的积木玩具购入门槛更低。拼搭角色类玩具的可拆分零件数量相对较少，其最终呈现的形态为预先设计的 IP 衍生形象，积木玩具的零件数量更为丰富，玩家能够依据自身创意改变其形态，但对 IP 形象的还原度不如拼搭角色类玩具；拼搭角色类玩具有 IP 加持，更具备内容属性，相较于积木玩具在提供情绪价值上更具优势。

3.2.2 大量的 SKU+完整的价格带构建广泛产品组合

公司依托丰富的 IP 储备，构建了广泛的产品组合，推出大量 SKU 覆盖全年龄段、全性别消费者。截至 2024H1，公司拥有 431 款在售 SKU，分产品受众年龄段来看：包括主要面向 6 岁以下儿童的包括百变布鲁可产品的 116 款 SKU、主要面向 6 至 16 岁人群的包括英雄无限、奥特曼、变形金刚、火影忍者产品的 295 款 SKU，以及主要面向 16 岁以上人群的包括奥特曼、变形金刚产品的 20 款 SKU。分玩具类型来看：拼搭角色玩具 321 款 SKU 在售，其中 11 款主要面向 6 岁以下消费者，290 款 SKU 主要面向 6 至 16 岁消费者，20 款 SKU 主要面向 16 岁以上消费者。分 IP 类型来看：自有 IP 有 103 款 SKU 在售，包括 50 款 SKU 的百变布鲁可和 53 款 SKU 的英雄无限，授权 IP 有 328 款 SKU 在售，主要包括 134 款 SKU 的奥特曼和 64 款 SKU 的变形金刚等。截至 24 年底公司已实现 682 个 SKU 的多元化产品组合。

图 19：布鲁可产品组合



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

公司定价区间布局完整，或将深耕低价价格带。基于成本优势和稳定的工厂体系，公司致力于补齐价格带，推出性价比更高的产品。公司主流产品价格人民币 9.9 元至 399 元不等，其中热销大众价格带产品定价为人民币 39 元，低价价格带产品定价为人民币 9.9 元至人民币 19.9 元。公司所推出的低价价格带产品触达消费者范围更广，2023 年 12 月推出人民币 19.9 元的英雄无限星光版多个平价 SKU，市场反响较好，单 SKU 首季销量超过 35 万件；2024 年 11 月推出定价人民币 9.9 元的平价价格带产品变形金刚星辰版，以进一步扩大产品的价格带覆盖范围。

表 5：布鲁可产品线 SKU

版本\IP	奥特曼	变形金刚	英雄无限	圣斗士星矢	新世纪福音战士	假面骑士	其他 IP
星辰版	9.9 元	9.9 元					
星光版			24.9 元			24.9 元	宝可梦为 29.9

							元
群星版	39 元	39 元		39 元		39 元	百变布鲁可、蜘蛛侠伙伴、叶罗丽、斗罗大陆、火影忍者、复仇者联盟 39 元
神奇版	39 元						
经典版			49 元				
闪耀版	59 元	39 元					
超越版		79 元		99 元			
传奇版	139 元~249 元	199 元			169 元		
荣耀版	169 元						
周年版	299 元		99 元				
主题版	302 元						
年鉴版	399 元	399 元					

资料来源：hpoi 手办维基，布鲁可天猫旗舰店，光大证券研究所，注：天猫旗舰店产品售价均为 2025 年 1 月 16 日信息

公司产品上新周期较短、频率较快、数量较多。在上新周期方面，公司拼搭角色玩具从概念探索到量产的平均上新周期为 6-7 个月，低于 10-12 个月的行业平均水平；在上新频率方面，在 2023 年至 2024 年 6 月期间，公司高频率地每季度推出 30-90 款 SKU；在上新数量方面，公司 2023 年共推出 197 款 SKU，计划 2025 年推出约 800 款 SKU。

以奥特曼为例：截至 2024 年 6 月，公司累计推出了 7 个版本和 26 个系列，在售的 SKU 有 134 个，覆盖 9.9 元至 399 元全价格带。其中，群星版售价 39 元，是奥特曼 IP 的核心产品。奥特曼群星版累计推出的所有 13 个系列的产品均在销售，其中第 11 系列产品实现了首季销量相较第 10 系列 86.7% 的增长。

表 6：布鲁可主要 IP 信息

IP	SKU/销量/售价	2022	2023	2024H1
奥特曼	SKU	95	188	134
	销量（千件）	5,932	26,629	29,470
	平均售价（元）	19	21	20
变形金刚	SKU		36	64
	销量（千件）		5,387	8,845
	平均售价（元）		23	22
英雄无限	SKU	6	30	53
	销量（千件）	89	3,240	14,550
	平均售价（元）	21	20	12

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所；注：24 年公司尚未披露销量和平均售价情况

表 7：奥特曼群星版 11 弹上市时间及首季度销量（万件）

弹数	上市时间	上市首季度销售量（万件）
第 1 弹	2022Q1	14
第 2 弹	2022Q2	37
第 3 弹	2022Q3	49
第 4 弹	2022Q3	68
第 5 弹	2022Q4	80
第 6 弹	2022Q4	80

第 7 弹	2023Q1	127
第 8 弹	2023Q2	225
第 9 弹	2023Q3	290
第 10 弹	2023Q4	423
第 11 弹	2024Q2	789

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

3.2.3 盲盒玩法加持，产品品类有望不断扩展

公司盲盒相关 SKU 是主要的玩具展现形式。根据弗若斯特沙利文的资料，盲盒是玩具行业内的流行形式，且为盲盒指引等相关法律及法规所允许。2024 年 H1，公司拥有盲盒相关 SKU 数量达 255 款，占据总 SKU 的 59.2%，盲盒产品销量为 4985.5 万件，占据总销量的 88.3%，销售金额占总收入的 73.9%。

表 8：公司盲盒形式 SKU 销售数据

	2022	2023	2024H1
SKU (个)	121	230	255
SKU 占比	43.1%	48.1%	59.2%
销量 (万件)	616.8	3168.3	4985.5
销量占比	73.0%	84.7%	88.3%
销售收入占比	34.8%	63.3%	73.9%

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

公司计划利用布鲁可体系的延展性，将拼搭角色类玩具的成功经验扩展至更广泛的玩具品类，包括载具及情景玩具等。根据弗若斯特沙利文的数据，载具类玩具在全球及中国玩具市场中占据重要地位，2023 年市场规模分别达到人民币 967 亿元及 151 亿元，占全球及中国玩具市场的 12.5%及 14.4%。公司在商业化广泛 IP 方面的丰富经验，为拼搭载具类玩具的发展提供基础。玩具的拼搭概念及结构设计相对 IP 角色类玩具较为简单，布鲁可体系的创新拼搭玩法及标准化接口有助于降低开发成本。此外，公司将利用合作工厂体系，以具有竞争力的成本生产拼搭载具类玩具。公司计划于 2026 年推出载具类玩具，并在未来推出情景玩具。通过拓展多元的拼搭玩具品类及品类间的组合，扩大玩具的主题场景，为中长期业务发展带来增长潜力。

3.3 合作与自建工厂扩大生产，研发标准高、专利布局广

3.3.1 工厂体系进一步扩大，自建工厂预期将完工

公司严格筛选和管理生产方，与业内领先的第三方代工厂进行品类独家的长期合作，打造技术领先的专业生产拼搭角色类玩具的合作工厂体系。公司与第三方专业合作工厂合作生产产品，截至 2024 年 6 月，在布鲁可的工厂体系中已有六家专业合作工厂，其中三家工厂合作生产积木玩具，近年来开始合作生产拼搭类角色玩具。2023 年开始与另外一家合作工厂合作生产拼搭角色类玩具，并于 2024 年开始与另外两家合作工厂合作。

图 20：布鲁可相关合作工厂



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

由于市场规模扩大，目前布鲁可已物色两家具具有资质的工厂，未来计划与之合作来增加产量满足产品不断增长的需求。专业合作工厂通过以下流程生产布鲁可产品：

图 21：合作工厂生产流程图



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

公司为实施增长策略，计划投资专注拼搭角色类玩具的自有规模化工厂，用以扩大及变化生产资源。公司预计自建工厂将于 2026 年年底竣工，预期产能为每月约 900 万件，达到产能之间的最佳平衡；长远来看，自建工厂利用率的提高也将带来毛利率的进一步提高。公司通过自建工厂，研发团队通过与所有生产阶段的生产合作伙伴进行对话，解决特定问题并能够处理技术瓶颈，带来专业知识及专利的发展。专业知识和专利能够协助自建工厂根据产品打造专有的生产工具和定制设备，公司在合作工厂派驻守人员进行产品生产的监督，保障产品品质，积累的经验也将助力自建工厂的发展。

3.3.2 专利布局广，注重研发提高产品质量

公司拥有广泛的专利布局以增强公司产品的原创性。截至 24 年 12 月，公司在中国有 590 项已获授或正在申请的专利（包括 75 项获授发明专利）、1913 个商标、1418 个版权及 120 个域名；公司在海外有 26 项已获授或正在申请的专利及 158 个商标。**专利主要覆盖零件及生产工艺的专利布局：**1) 零件专利包括整体拼搭结构、关节、外观设计、连接及动作模拟方式；这些专利更好地控制产品质量，提升了产品的可玩性和有趣性，同时实现规模效应。2) 生产工艺专利包括注塑开模及生产过程自动化，使得合作工厂能够在规模化生产中实现效率并保证质量，促进成本降低。

公司拥有强大和高效的研发团队，研发人员占比高。截至 2024 年 6 月，研发团队占有所有员工人数的约 64%，其中约 84% 为产品研发团队，保障了广泛的专

利布局，使得产品体系具有原创性，并助力打造专业生产拼搭角色类玩具的合作工厂体系。研发以用户为核心，注重用户反馈和体验，产品设计环节进行用户调研和用户参与来提升产品品质和体验感。自由的研发体系、自研的软件及管理系统提高了研发团队的效率。公司未来将不断提高对研发的重视程度并扩大研发团队增加设计人才。

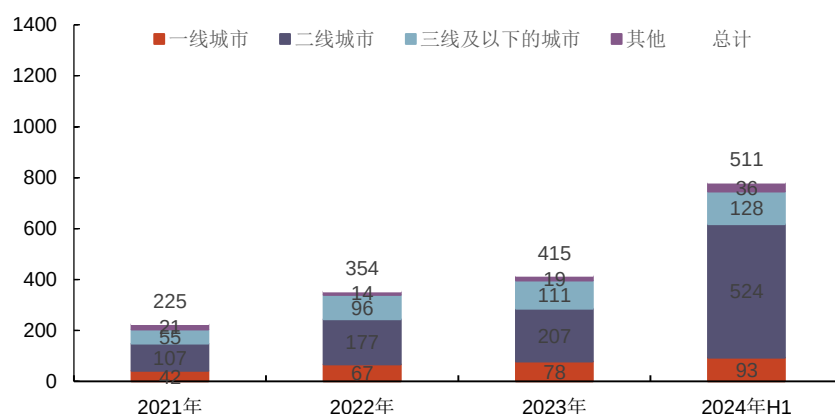
在生产流程方面，公司坚持高度标准化的开模和自动化，实现了高效的规模化生产，打造成本优势。IP 设计、研发、生产的全流程实现品质和成本的兼顾，在丰富的产品组合的同时，拼搭角色类玩具高度兼容，绝大部分零件可以交叉拼搭。此外，布鲁可通过模具制作的创新实现了 0.004 毫米的模具精度，远高于行业平均水平。合作工厂体系具有严格的玩具安全标准，测试指标达到全球行业安全标准，包括中国玩具安全标准 GB6675-2014、美国玩具安全标准 ASTM F963、欧盟玩具安全标准 EN71。

3.4 线下经销渠道覆盖广，终端网点深入下沉市场

公司线上渠道仍需完善。公司在中国线上的渠道覆盖了主流电商平台，如天猫、京东、抖音、拼多多等，以及自有的微信小程序。同时，产品也通过亚马逊、玩具反斗城、7-Eleven、沃尔玛等线上线下渠道进行销售，进入了包括美国、东南亚和欧洲在内的海外市场。公司设立多渠道会员计划，包括微信小程序布鲁可积木人 Club 及电商平台旗舰店的会员，建立消费者社区，增强消费者黏度，并推动复购。电商平台的会员可以根据会员等级，于电商平台提供不同等级的福利，包括会员折扣、优惠券及积分兑换。截至 2024 年 6 月，整个电商旗舰店拥有超过 880 万名粉丝；截至目前，在京东、微信、天猫、抖音、拼多多、快手、微博、小红书、哔哩哔哩等线上平台公司共拥有超过 1300 万粉丝，是位列中国玩具企业前二的品牌。

线下渠道不断扩大：线下销售渠道主要包括经销商、委托销售。截至 2024 年 6 月，公司在中国包括零售网点和专业网点的线下流通渠道建立了强大的市场地位，通过与超过 450 名经销商的合作，已有效覆盖所有一线与二线城市以及超过 80% 的三线及以下城市；产品在中国的大型商超和专业网点进行销售，包括玩具反斗城、孩子王、酷乐潮玩、沃尔玛等。公司在所有销售渠道保持一致的产品定价，通过各种措施积极监控零售价，包括定期检查线上及线下价格，发现价格偏差时会及时进行沟通解决，若持续存在，则有可能决议终止与相关方（包括经销商）合作。

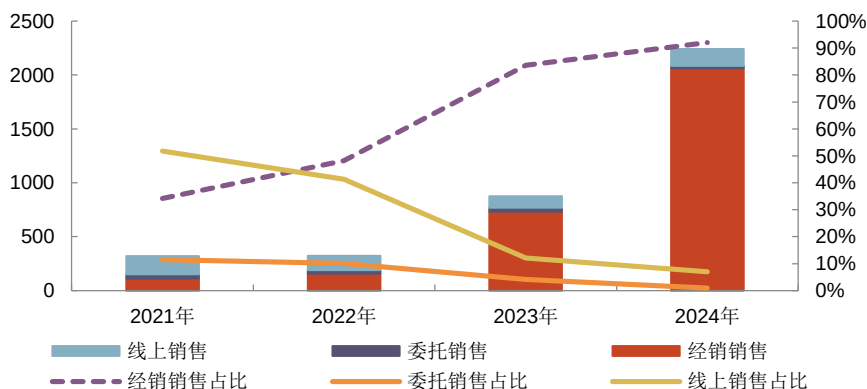
图 22：不同城市的经销商数量（个）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

线下经销商发展强劲：公司线下经销渠道销售额由 21 年的 1.13 亿元提升至 24 年的 20.63 亿元，占比总收入的比重自 34.2% 提升至 92.1%。公司在经销商的选择及管理方面十分严格，根据多方面的各种因素进行选择，结合产品自身特点，公司更倾向于选择地理位置优越的零售店和专卖店的广泛零售或经销网络的经销商。

图 23：不同渠道的销售额和占比（百万元）



资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所

公司计划持续拓展中国的线下网点，特别是中国的下沉市场的布局。公司会加大发展直接面向消费者(DTC)的线上线下渠道，从而更快获得消费者反馈，以更好地维系消费者和粉丝群体。此外，公司计划在选定的主要城市开设旗舰店，该类门店可作为实体接触点，客户可亲身体验产品并提供即时反应及意见。基于公司在中国市场的领导地位以及逐步扩大的海外 IP 版权，公司未来计划与更多的海外渠道伙伴建立合作，进一步高效拓展海外销售网点的数量及覆盖区域，实现多元、好而不贵、体验极佳的产品在海外市场的销量高速增长。

4、盈利预测

收入方面，我们分别从拼搭角色玩具、积木玩具及其他三个业务进行拆分预测，并基于重点 IP 进行拆分。我们参考历史实际数据，并基于以下主要假设：

1. 拼搭角色玩具

根据公司招股书，24H1 拼搭角色玩具实现销售收入 10.23 亿元，同比增长 323.8%。根据公司公告，24 年拼搭角色玩具实现销售收入 22.01 亿元，同比增长 186.2%。主要分为自有 IP 拼搭玩具和授权 IP 拼搭玩具。

1) 自有 IP 拼搭玩具：

根据公司招股书，24H1 自有 IP 拼搭玩具总收入 1.73 亿元，同比增长 835.8%。自有 IP 主要为“英雄无限”，24H1 销售收入为 1.70 亿元 (yoy+817.7%)，占比自有 IP 拼搭玩具收入 98.1%。公告显示 24 年全年该 IP 销售收入为 3.10 亿元 (yoy+382.7%)，公司尚未披露全年销售量价情况。

价方面，23 年英雄无限平均售价为 20 元，23 年 12 月公司推出 19.9 元英雄无限星光版，进入 24 年英雄无限拼搭玩具的平均售价下降较多，24H1 实现平均售价 12 元 (yoy-53.8%)，我们估计 24 年平均售价为 12.0 元，预计 25-27 年平均售价分别为 11.5/11.0/11.0 元。

量方面，截止 24 年 6 月 30 日，英雄无限有在售 SKU53 个，24H1 实现销量约 1455 万件。公司计划通过广告和动画片推广自有 IP，推动 IP 应用快速增长，根据收入/平均售价可得该 IP24 全年销量估计为 2583 万件，我们预计 25-27 全年销量分别为 6737/11973/15565 万件。因此，我们预计英雄无限拼搭玩具 25-27 年销售收入分别为 7.75/13.17/17.12 亿元，同比增长 150%/70%/30%。公司也在着力开发其他自有 IP，但目前体量较小，24H1 其他自有 IP 销售收入为 336 万元，我们估计 24 年实现销售收入 750 万元，预计 25-27 年实现销售收入 780/800/800 万元。

综上，我们估计自有 IP24 年度销售收入为 3.17 亿元 (yoy+394.4%)，预计 25-27 年度销售收入分别为 7.83/13.25/17.20 亿元，同比增长 146.6%/69.3%/29.8%。

2) 授权 IP 拼搭玩具：

24H1 授权 IP 拼搭玩具的销售收入为 8.50 亿元，同比增长 281.3%。授权 IP 主要包括“奥特曼”和“变形金刚”。根据以上我们对 24 年自有 IP 拼搭玩具销售收入的预估，可得 24 年授权 IP 拼搭玩具销售收入估计为 18.84 亿元 (yoy+167.3%)。

奥特曼 IP 拼搭玩具 24H1 销售收入为 6.01 亿元，同比增长 194.6%，超过了 23 全年收入水平，占比总收入 57.4% (环比 23H2 下降 4.8pct)。公告显示 24 年全年该 IP 销售收入为 10.96 亿元 (yoy+96.8%)，占比总收入的比重进一步下降至 48.9%，公司尚未披露全年销售量价情况。**价方面**，奥特曼 IP 拼搭玩具的平均售价一直维持在 20 元左右，考虑到公司未来可能推出低价系列产品，我们估计 24 年平均售价为 19.5 元，预计 25-27 年平均售价分别为 19.0/19.0/19.0 元。**量方面**，截止 24 年 6 月 30 日，奥特曼有在售 SKU134 个，24H1 实现销量约 2947 万件，同比增长 215%，考虑公司为避免 IP 集中度过高风险，Q4 奥特曼骑士系列下架，根据收入/平均售价可得 24 年奥特曼销量估计为 5619 万件 (yoy+111%)，预计 25-27 全年销量分别同比增长 59%/25%/15%至 8939/11174/12850 万件。因此，我们预计奥特曼 IP 拼搭玩具 25-27 年销售收入分别为 16.98/21.23/24.42 亿元，同比增长 55%/25%/15%；随着公司其他 IP 销售收入的扩增，奥特曼 IP 未来销售收入占比有望进一步下降，预计 25-27 年奥特曼 IP 拼搭玩具的销售额占比分别为 42.2%/37.1%/34.8%。

变形金刚 IP 拼搭玩具 24H1 销售收入为 1.95 亿元，同比增长 4192.6%，也超过了 23 年全年水平，占比总收入达 18.7%。公告显示 24 年全年该 IP 销售收入为 4.54 亿元 (yoy+263.0%)，占比总收入的比重进一步提升至 20.2%，公司尚未披露全年销售量价情况。

价方面，2024 年 11 月公司推出 9.9 元的变形金刚星辰版系列，估计 24 年平均售价为 20 元，预计 25-27 年变形金刚 IP 拼搭玩具平均售价为 19/18/17.5 元。

量方面，截止 24 年 6 月 30 日，变形金刚有在售 SKU64 个，24H1 实现销量约 885 万件，根据收入/平均售价可得 24 年变形金刚销量估计为 2269 万件 (yoy+321%)，我们预计 25-27 年全年销量分别同比增长 137%/69%/34%至 5373/9074/12133 万件。因此，我们预计变形金刚 IP 拼搭玩具 25-27 年度销售收入分别为 10.21/16.33/21.23 亿元，同比增长 125%/60%/30%；随着未来销售收入进一步提升，预计 25-27 销售额占比分别为 25.3%/28.5%/30.2%。

公司也在不断进行 IP 拓展，如宝可梦、初音未来等，其他 IP 拼搭玩具 24H1 销售收入为 53.9 百万元 (yoy+271.6%)，占比销售收入 5.2%。根据我们对奥特曼、变形金刚 24 年销售收入，可得 24 年其他授权 IP 销售收入估计为

3.34 亿元 (yoy+1344.4%)。随着公司 IP 矩阵的不断丰富,该领域增长空间较为宽广,预计 25-27 年度销售收入分别为 5.01/6.27/7.21 亿元,同比增长 50%/25%/15%。

综上,预计授权 IP 拼搭玩具 25-27 年度销售收入分别为 32.21/43.83/52.86 亿元,同比增长 71.0%/36.1%/20.6%。

2. 积木玩具

根据公司招股书,积木玩具 24H1 实现销售收入 22.97 百万元 (yoy-66.3%),销售收入占比 2.2%。根据公司公告,24 年积木玩具实现销售收入 39.42 百万元,同比下降 62.9%。

积木玩具主要包括百变布鲁可 IP 积木玩具和其他积木玩具。2024 年上半年,积木玩具的平均售价为 97 元,销量为 23.6 万件,其中百变布鲁可积木玩具的平均售价为 112 元,销量为 8.6 万件。受限于其较高的购买门槛以及公司发展战略的迁移,积木玩具的销售额占比或将进一步下降,预计积木玩具 25-27 年销售收入分别为 25.63/19.22/16.92 百万元,同比下降 35.0%/25.0%/12.0%。预计 25-27 年销售额占比分别为 0.6%/0.3%/0.2%。

3. 其他收入

公司的其他收入指其他非玩具收入,例如某些于线上平台播放公司的动画之前、期间或之后展示的广告产生的收入。该部分 24H1 收入为 15.6 万元,24 年全年收入为 39.3 万元 (yoy-71.2%),预计 25-27 年度销售收入分别为 25.5/20.4/18.4 万元,同比下降 35%/20%/10%。

表 9: 布鲁可收入利润预测

		2023	2024	2025 E	2026 E	2027 E
销售收入 (百万)		877	2,241	4,029	5,728	7,023
	yoy	169.4%	155.6%	79.8%	42.2%	22.6%
1、拼搭角色玩具		769	2,201	4,003	5,708	7,006
	yoy	553.5%	186.2%	81.9%	42.6%	22.7%
	占比 (全部营收)	87.7%	98.2%	99.4%	99.7%	99.8%
1) 自有 IP		64	317	783	1,325	1,720
	yoy	3342.5%	394.4%	146.6%	69.3%	29.8%
	占比 (全部营收)	7.3%	14.2%	19.4%	23.1%	24.5%
a. 英雄无限		64	310	775	1317	1712
	yoy	3342.5%	382.7%	150.0%	70.0%	30.0%
b. 其他			7.5	7.8	8.0	8.0
	yoy			4.0%	2.6%	0.0%
2) 授权 IP		705	1,884	3,221	4,383	5,286
	yoy	508.6%	167.3%	71.0%	36.1%	20.6%
	占比 (全部营收)	80.4%	84.1%	79.9%	76.5%	75.3%
a. 奥特曼		557	1096	1698	2123	2442
	yoy	399.4%	96.8%	55.0%	25.0%	15.0%
	占比 (全部营收)	63.5%	48.9%	42.2%	37.1%	34.8%
b. 变形金刚		125	454	1021	1633	2123
	yoy		263.0%	125.0%	60.0%	30.0%
	占比 (全部营收)	14.3%	20.2%	25.3%	28.5%	30.2%
c. 其他		23	334	501	627	721
	yoy	435.0%	1344.4%	50.0%	25.0%	15.0%
	占比 (全部营收)	2.6%	14.9%	12.4%	10.9%	10.3%

2、积木玩具		106	39	26	19	17
	yoy	-48.5%	-62.9%	-35.0%	-25.0%	-12.0%
	占比（全部营收）	12.1%	1.8%	0.6%	0.3%	0.2%
3.其他		1.4	0.4	0.3	0.2	0.2
	yoy	9.3%	-71.2%	-35.0%	-20.0%	-10.0%
	占比（全部营收）	0.2%	0.0%	0.0%	0.0%	0.0%
销售成本		462	1062	1912	2681	3241
	yoy	128.4%	130.0%	80.0%	40.2%	20.9%
	成本率	52.7%	47.4%	47.5%	46.8%	46.2%
商品成本		431	1002	1813	2549	3090
	yoy	143.0%	132.4%	81.0%	40.6%	21.2%
	成本率	49.2%	44.7%	45.0%	44.5%	44.0%
a.外包生产及采购成本		358	778	1,370	1,861	2,212
	yoy	120.3%	117.2%	76.2%	35.9%	18.8%
	成本率	40.8%	34.7%	34.0%	32.5%	31.5%
b.授权费		73	224	443	687	878
	yoy	391.4%	207.1%	97.8%	55.1%	27.7%
	成本率	8.3%	10.0%	11.0%	12.0%	12.5%
物流成本		18.3	35.9	58.4	80.2	94.8
	yoy	15.7%	95.8%	62.9%	37.3%	18.2%
	成本率	2.1%	1.60%	1.45%	1.40%	1.35%
固定资产折旧		12.5	24.7	40.3	51.5	56.2
	yoy	39.6%	97.2%	63.4%	27.9%	9.0%
	成本率	1.4%	1.1%	1.0%	0.9%	0.8%
毛利		415	1,179	2,117	3,047	3,782
	yoy	236.7%	184.1%	79.6%	43.9%	24.1%
毛利率		47.3%	52.6%	52.6%	53.2%	53.9%
销售费用		189	283	413	570	678
	yoy	-18.7%	49.6%	45.9%	38.0%	18.9%
	费用率	21.6%	12.6%	10.3%	10.0%	9.7%
管理费用		49	465	185	240	274
	yoy	-3.5%	844.5%	-60.1%	29.7%	13.8%
	费用率	5.6%	20.8%	4.6%	4.2%	3.9%
研发费用		95	193	278	367	414
	yoy	-3.8%	103.4%	44.4%	31.9%	13.0%
	费用率	10.8%	8.6%	6.9%	6.4%	5.9%
归母净利润		-206	-399	992	1492	1928
利润率		-23.5%	-17.8%	24.6%	26.1%	27.4%

资料来源：公司招股说明书，光大证券研究所预测，注：24 年自有 IP、授权 IP、成本分项为预测值

销售成本：公司主要成本包括商品成本、物流成本和固定资产折旧。公司招股说明书披露 24H1 成本结构，但 24 年业绩报告尚未披露成本分项，因此我们结合 24 年实际毛利情况对成本分项进行预估。

1) 商品成本：公司 24H1 商品成本为 4.64 亿元，成本率为 44.4%，其中外包生产及采购成本率为 35.7%，授权费成本率为 8.7%，随着公司收入规模的扩大，我们预计商品成本率将有所下降，预计 24-27 年商品成本率分别为 44.7%/45.0%/44.5%/44.0%。

2) 物流成本：公司 24H1 物流成本率为 1.6%，随着规模效应体现，预计 24-27 年物流成本率分别为 1.60%/1.45%/1.40%/1.35%。

3) 固定资产折旧：24H1 该项成本率为 1.1%，预计 24-27 年该项成本率分别为 1.1%/1.0%/0.9%/0.8%。因此，预计公司 25-27 年整体毛利率分别为 52.6%/53.2%/53.9%。

销售费率：公司 24 年销售费率为 12.6%。公司主要采用内容营销为主的营销方式，随着规模效应体现，且营销效率持续提升，我们预计 25-27 年的销售费率分别为 10.3%/10.0%/9.7%。

管理费：公司 24H1 管理费率为 38.6%，主要系以股份为基础的薪酬达 3.65 亿元，24 年管理费率为 20.8%；相比之下，23 年公司管理费率为 5.6%，以股份为基础的薪酬仅 256 万元。考虑到公司经营效率持续提升，以及公司上市后以股份为基础的薪酬回归稳定较低水平，预计 25-27 年的管理费率为 4.6%/4.2%/3.9%。

研发费率：公司 24 年研发费率为 8.6%，得益于营收端的杠杆效应，预计 25-27 年的研发费率分别为 6.9%/6.4%/5.9%。

综上，我们预计 25-27 年公司实现营业收入 40.29/57.28/70.23 亿元（yoy+79.8%/42.2%/22.6%），实现归母净利润 9.92/14.92/19.28 亿元，实现经调整净利润 10.04/15.08/19.44 亿元。

5、估值分析

布鲁可成功转型拼搭角色类玩具赛道，近年来依靠奥特曼、变形金刚 IP 收入高速增长，后续随着规模效应利润有望加速释放，我们采用 PE 及 PEG 估值法进行估值。考虑到公司核心产品为基于 IP 的拼搭角色类玩具，具备 IP 及可选消费零售属性，我们选取万代南梦宫、孩之宝、美泰、晨光股份、名创优品、泡泡玛特作为可比公司。

1) 万代南梦宫：全球顶尖的 IP 驱动型娱乐公司，致力于通过游戏、玩具、动漫等多元化形式打造沉浸式体验。其核心优势在于强大的 IP 衍生品业务，将《龙珠》《高达》等经典 IP 转化为高品质的手办、模型及周边产品。通过精细化运营和全球化布局，万代南梦宫持续拓展 IP 价值，满足全球粉丝的收藏与娱乐需求。

2) 孩之宝：是美国著名的品牌娱乐公司，主营业务涵盖了 IP 的运营授权、玩具的生产与销售、游戏的开发与运营等多个方面，旗下知名 IP 有小马宝莉、地产大亨等。

3) 美泰：是全球领先的玩具公司，主营业务主要围绕儿童娱乐和玩具产品展开，包括玩具制造与销售，品牌授权与合作，数字媒体与娱乐等。公司知名 IP 包括芭比娃娃、风火轮、托马斯和朋友等。

4) 晨光股份：是中国文具行业的领军企业，主营业务是文具及办公用品的制造与销售。公司积极与多个知名 IP 进行合作，如米菲兔、柯南等，将 IP 元素融入文具产品的设计中，提升产品的附加值。

5) 名创优品：是 2013 年开始经营的生活好物集合店，专注于生活日用百货的零售业务。用“正版授权”+“亲民价格”的战略打法，颠覆了动漫 IP 周边产品开发的传统模式和价格生态，合作的 IP 包括 LOOPY、CHiiKAWA、芭比等。

6) 泡泡玛特：中国潮流玩具行业的龙头公司。泡泡玛特在全球范围内挖掘潮流艺术家和设计师，通过 IP 运营体系，打造潮流文化领域的 IP 形象及产品，孵化及开发了 MOLLY、SKULLPANDA、DIMOO、THE MONSTERS 等知名 IP，围绕旗下 IP 推出潮玩及周边商品。此外，公司积极推进自研手游、主题乐园和潮流玩具展及 IP 主题展览，丰富业务矩阵。

可比公司 2025 年预测 PE 平均值为 18x，23-26E 经调整净利润年均复合增速均值为 29%，2025 年预测 PEG 均值为 0.9x。布鲁可 2025 年预测 PE 为 25x，高于可比公司平均水平，但公司当前处于业绩加速成长期，23-26E 经调整净利润年均复合增速为 175%，2025 年预测 PEG 仅为 0.1x，明显低于可比公司平均水平。我们认为，公司具备一定的品牌力，IP 矩阵&全价格带产品布局逐步完善，业绩释放加速下理应给予一定的估值溢价。

表 10：布鲁可相对估值分析

证券代码	证券名称	市值 (亿元人民币)	经调整净利润 (亿元)				23-26E 三年 CAGR	PE (x)				PEG			
			23A	24A	25E	26E		23A	24A	25E	26E	23A	24A	25E	26E
7832.T	万代南梦宫	1,507	42	47	62	61	14%	36	32	24	25	2.7	2.4	1.8	1.8
HAS.O	孩之宝(HASBRO)	528	25	40	42	47	24%	21	13	13	11	0.9	0.6	0.5	0.5
MAT.O	美泰(MATTEL)	343	21	38	39	40	24%	16	9	9	9	0.7	0.4	0.4	0.4
603899.SH	晨光股份	274	15	16	18	21	11%	18	17	15	13	1.7	1.6	1.4	1.2
9896.HK	名创优品	354	24	27	31	38	17%	15	13	11	9	0.9	0.8	0.7	0.5
9992.HK	泡泡玛特	2,048	12	34	55	77	86%	172	60	37	27	2.0	0.7	0.4	0.3
	均值						29%	46	24	18	16	1.5	1.1	0.9	0.8
0325.HK	布鲁可	251	1	6	10	15	175%	345	43	25	17	2.0	0.2	0.1	0.1

资料来源：Wind，彭博，光大证券研究所预测。注：可比公司晨光股份来源于 Wind 一致预期，布鲁可来源于光大证券研究所预测，其余公司来源于彭博一致预期。A 股公司选择归母净利润，其余公司选择经调整净利润。股价时间为 2025-04-17，汇率为 1 港币=0.9270 人民币，1 美元=7.1659 人民币，1 人民币=21.5517 日元。

投资建议：中国拼搭玩具行业市场空间广阔，布鲁可已成功转型切入该赛道，凭借优质 IP、全价格带产品布局、渠道网络优势形成一定的品牌力。公司深度绑定奥特曼、变形金刚等头部 IP，后续新 IP 开发及品类拓展推动增长。我们预计 25-27 年公司实现营业收入 40.29/57.28/70.23 亿元 (yoy+79.8%/42.2%/22.6%)，实现归母净利润 9.92/14.92/19.28 亿元，实现经调整净利润 10.04/15.08/19.44 亿元。公司作为中国拼搭角色类玩具赛道领先者，随着规模效应利润有望加速释放，首次覆盖，给予“增持”评级。

表 11：布鲁可盈利预测与估值简表

指标	2023	2024	2025E	2026E	2027E
营业收入 (百万元)	877	2,241	4,029	5,728	7,023
营业收入增长率	169%	156%	80%	42%	23%
归母净利润 (百万元)	-206	-401	992	1,492	1,928
归母净利润增长率	NA	NA	NA	50%	29%
经调整净利润 (百万元)	73	585	1,004	1,508	1,944
经调整净利润增长率	NA	702%	72%	50%	29%
经调整 EPS (元)	0.29	2.35	4.03	6.05	7.80
经调整 PE	345	43	25	17	13

资料来源：公司公告，光大证券研究所预测；注：股价时间为 2025-04-17，汇率为 1 港币=0.9270 人民币

6、风险分析

IP 授权无法续约

公司在 IP 授权数量上具有优势，后续 IP 授权无法续约可能会影响相关产品的销量，进而影响公司的营运。

行业竞争加剧

玩具行业争夺热门 IP 推出多款产品，行业竞争加剧。

渠道管理风险

公司线下渠道主要依靠经销商，经销商管理问题会相应影响公司线下渠道销售额。

海外市场拓展不及预期

公司计划拓展海外市场，但是面临许多困难如物流中转、货运费等，处理不当可能会影响公司推进海外市场的进度和相关收入。

新股股价波动风险

新股上市初期流通盘较小，关注解禁时点。

财务报表与盈利预测

利润表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
主营收入	877	2,241	4,029	5,728	7,023
营业成本	462	1,062	1,912	2,681	3,241
毛利	415	1,179	2,117	3,047	3,782
其它收入	-274	-538	-11	-48	-100
营业开支	-333	-941	-876	-1,177	-1,366
营业利润	-192	-299	1,230	1,823	2,316
财务成本净额	2	4	16	53	106
应占利润及亏损	0	0	0	0	0
税前利润	-190	-296	1,247	1,876	2,422
所得税开支	-18	-102	-249	-375	-484
税后经营利润	-207	-398	997	1,501	1,938
少数股东权益	1	-3	-6	-9	-10
归母净利润	-206	-401	992	1,492	1,928
经调整净利润	73	585	1,004	1,508	1,944

现金流量表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
经营活动现金流	285	799	1,372	1,892	2,081
投资活动现金流	-43	-26	-80	-49	-44
融资活动现金流	-70	1,702	-24	-47	-44
净现金流	171	2,475	1,267	1,796	1,993

资料来源: Wind, 光大证券研究所预测; 24 年业绩预告已披露利润表、资产负债表, 但尚未披露现金流量表; 因此利润表、资产负债表为实际值, 现金流量表为光大证券研究所预测

资产负债表 (百万元)	2023	2024	2025E	2026E	2027E
总资产	1,013	1,606	3,090	5,108	7,256
流动资产	682	1,215	2,676	4,688	6,840
现金及短期投资	369	752	2,019	3,816	5,809
有价证券及短期投资	1	0	1	1	1
应收账款	38	112	191	271	339
存货	76	279	382	482	519
其它流动资产	197	73	82	117	172
非流动资产	330	391	414	420	416
长期投资	0	0	0	0	0
固定资产净额	48	154	162	163	156
其他非流动资产	283	237	252	257	260
总负债	2,621	3,207	3,734	4,350	4,711
流动负债	731	3,182	3,709	4,325	4,686
应付账款	199	360	669	1,000	1,148
短期借款	0	0	0	0	0
其它流动负债	532	2,821	3,040	3,325	3,538
长期负债	1,890	25	25	25	25
长期债务	0	0	0	0	0
其它	1,890	25	25	25	25
股东权益合计	-1,608	-1,601	-644	757	2,545
股东权益	-1,606	-1,601	-649	743	2,521
少数股东权益	-2	0	6	14	24
负债及股东权益总额	1,013	1,606	3,090	5,108	7,256

行业及公司评级体系

	评级	说明
行业及公司评级	买入	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 15%以上
	增持	未来 6-12 个月的投资收益率领先市场基准指数 5%至 15%；
	中性	未来 6-12 个月的投资收益率与市场基准指数的变动幅度相差-5%至 5%；
	减持	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 5%至 15%；
	卖出	未来 6-12 个月的投资收益率落后市场基准指数 15%以上；
	无评级	因无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使无法给出明确的投资评级。
基准指数说明：		A 股市场基准为沪深 300 指数；香港市场基准为恒生指数；美国市场基准为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

分析、估值方法的局限性说明

本报告所包含的分析基于各种假设，不同假设可能导致分析结果出现重大不同。本报告采用的各种估值方法及模型均有其局限性，估值结果不保证所涉及证券能够在该价格交易。

分析师声明

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。负责准备以及撰写本报告的所有研究人员在此保证，本研究报告中任何关于发行商或证券所发表的观点均如实反映研究人员的个人观点。研究人员获取报酬的评判因素包括研究的质量和准确性、客户反馈、竞争性因素以及光大证券股份有限公司的整体收益。所有研究人员保证他们报酬的任何一部分不曾与，不与，也将不会与本报告中的具体推荐意见或观点有直接或间接的联系。

法律主体声明

本报告由光大证券股份有限公司制作，光大证券股份有限公司具有中国证监会许可的证券投资咨询业务资格，负责本报告在中华人民共和国境内（仅为本报告目的，不包括港澳台）的分销。本报告署名分析师所持中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格编号已披露在报告首页。

中国光大证券国际有限公司和 Everbright Securities(UK) Company Limited 是光大证券股份有限公司的关联机构。

特别声明

光大证券股份有限公司（以下简称“本公司”）成立于 1996 年，是中国证监会批准的首批三家创新试点证券公司之一，也是世界 500 强企业——中国光大集团股份公司的核心金融服务平台之一。根据中国证监会核发的经营证券期货业务许可，本公司的经营范围包括证券投资咨询业务。

本公司经营范围：证券经纪；证券投资咨询；与证券交易、证券投资活动有关的财务顾问；证券承销与保荐；证券自营；为期货公司提供中间介绍业务；证券投资基金代销；融资融券业务；中国证监会批准的其他业务。此外，本公司还通过全资或控股子公司开展资产管理、直接投资、期货、基金管理以及香港证券业务。

本报告由光大证券股份有限公司研究所（以下简称“光大证券研究所”）编写，以合法获得的我们相信为可靠、准确、完整的信息为基础，但不保证我们所获得的原始信息以及报告所载信息之准确性和完整性。光大证券研究所可能将不时补充、修订或更新有关信息，但不保证及时发布该等更新。

本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次发布时光大证券研究所的判断，可能需随时进行调整且不予通知。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本报告中的信息或所表述的意见并未考虑到个别投资者的具体投资目的、财务状况以及特定需求。投资者应当充分考虑自身特定状况，并完整理解和使用本报告内容，不应视本报告为做出投资决策的唯一因素。对依据或者使用本报告所造成的一切后果，本公司及作者均不承担任何法律责任。

不同时期，本公司可能会撰写并发布与本报告所载信息、建议及预测不一致的报告。本公司的销售人员、交易人员和其他专业人员可能会向客户提供与本报告中观点不同的口头或书面评论或交易策略。本公司的资产管理子公司、自营部门以及其他投资业务板块可能会独立做出与本报告的意见或建议不相一致的投资决策。本公司提醒投资者注意并理解投资证券及投资产品存在的风险，在做出投资决策前，建议投资者务必向专业人士咨询并谨慎抉择。

在法律允许的情况下，本公司及其附属机构可能持有报告中提及的公司所发行证券的头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或正在争取提供投资银行、财务顾问或金融产品等相关服务。投资者应当充分考虑本公司及本公司附属机构就报告内容可能存在的利益冲突，勿将本报告作为投资决策的唯一信赖依据。

本报告根据中华人民共和国法律在中华人民共和国境内分发，仅向特定客户传送。本报告的版权仅归本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式、任何目的进行翻版、复制、转载、刊登、发表、篡改或引用。如因侵权行为给本公司造成任何直接或间接的损失，本公司保留追究一切法律责任的权利。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。

光大证券股份有限公司版权所有。保留一切权利。

光大证券研究所

上海

静安区新闻路 1508 号
静安国际广场 3 楼

北京

西城区武定侯街 2 号
泰康国际大厦 7 层

深圳

福田区深南大道 6011 号
NEO 绿景纪元大厦 A 座 17 楼

光大证券股份有限公司关联机构

香港

中国光大证券国际有限公司
香港铜锣湾希慎道 33 号利园一期 28 楼

英国

Everbright Securities(UK) Company Limited
6th Floor, 9 Appold Street, London, United Kingdom, EC2A 2AP